

0-797309

На правах рукописи



Исаев Максим Владимирович

**СТОИМОСТНЫЙ ПОДХОД К ФОРМИРОВАНИЮ СТРАТЕГИИ
ПРИВЛЕЧЕНИЯ ФИНАНСОВЫХ РЕСУРСОВ ПРЕДПРИЯТИЯ
НА РЫНКЕ ЦЕННЫХ БУМАГ**

Специальность 08.00.10 – Финансы, денежное обращение и кредит

АВТОРЕФЕРАТ
диссертации на соискание ученой степени
кандидата экономических наук

Краснодар 2012

Диссертация выполнена на кафедре финансов НОЧУ ВПО «Институт экономики, права и гуманитарных специальностей»

Научный руководитель:

Игонина Людмила Лазаревна
д.э.н., профессор, заведующая кафедрой
финансов НОЧУ ВПО «Институт экономики,
права и гуманитарных специальностей»

Официальные оппоненты:

Свиридов Олег Юрьевич
д.э.н., профессор кафедры «Финансы и
кредит» ФГАОУ ВПО «Южный федеральный
университет»

НАУЧНАЯ БИБЛИОТЕКА КФУ



0000741303

Яковенко Светлана Николаевна
к.э.н., доцент кафедры экономического
анализа, статистики и финансов ФГБОУ ВПО
«Кубанский государственный университет»

Ведущая организация:

**ФГБОУ ВПО «Майкопский
государственный технологический
университет»**

Защита состоится «25» мая 2012 года в 14:00 часов на заседании диссертационного совета Д 521.017.01 по экономическим наукам при НОЧУ ВПО «Институт экономики, права и гуманитарных специальностей» по адресу: 350018, г. Краснодар, ул. Сормовская, 12/6, ауд. 206.

С диссертацией можно ознакомиться в научной библиотеке НОЧУ ВПО «Институт экономики, права и гуманитарных специальностей».

Автореферат размещен на официальном сайте НОЧУ ВПО «Институт экономики, права и гуманитарных специальностей» www.inperkuban.ru и на официальном сайте ВАК Минобрнауки России <http://vak.ed.gov.ru>.

Автореферат разослан «24» апреля 2012 года.

Отзывы на автореферат, заверенные печатью, просим направлять по адресу: 350018, г. Краснодар, ул. Сормовская, 12/6, ауд. 206, диссертационный совет Д 521.017.01 по экономическим наукам, Ученому секретарю.

Ученый секретарь

диссертационного совета,

доктор экономических наук, профессор

С.И. Берлин

ОБЩАЯ ХАРАКТЕРИСТИКА РАБОТЫ

Актуальность темы исследования. Задачи технологической модернизации, диверсификации хозяйственной деятельности, повышения конкурентоспособности российских компаний требуют разработки эффективных механизмов обеспечения предприятий финансовыми ресурсами с использованием перспективных инструментов финансирования. Одним из таких инструментов на современном этапе развития отечественной экономики выступают корпоративные ценные бумаги. Эмиссия корпоративных ценных бумаг способствует привлечению финансовых ресурсов, снижению стоимости финансирования, оптимизации структуры капитала, повышению уровня корпоративного управления, статуса, открытости и эффективности бизнеса. В условиях глобализации финансовых рынков, макроэкономической нестабильности, обострения конкуренции между субъектами хозяйствования, определяющих повышение роли стратегического аспекта деятельности предприятия, возрастает необходимость разработки стратегии привлечения финансовых ресурсов на рынке ценных бумаг с учетом требований стоимостного подхода к управлению предприятием.

Стоимостный подход, согласно фундаментальным положениям современной теории финансового менеджмента, предполагает сосредоточение усилий функционирования предприятий на увеличении их обоснованной стоимости, гармонизирует экономические интересы всех субъектов, связанных с деятельностью предприятия, обеспечивает оптимальное сочетание текущих и стратегических целей, направлен на долгосрочное развитие предприятия. В этой связи особую теоретическую и практическую значимость приобретают научное осмысление и обоснование стоимостного подхода к формированию стратегии привлечения финансовых ресурсов на рынке ценных бумаг, разработка моделей и инструментов, обеспечивающих реализацию этой стратегии.

Степень научной разработанности проблемы. К настоящему моменту отечественными и зарубежными исследователями достаточно полно изучены особенности выпуска и обращения ценных бумаг. Особое внимание данным проблемам уделено в работах Александра Г., Басова А., Бейли Дж., Брейли Р., Воробьевой З., Галанова В., Гарнера Д., Гвардина С., Геддеса Р., Грегориу Г., Гулькина П., Добашиной И., Конвей Р., Лосева С., Лукашова А., Майерса С., Миркина Я., Никоновой И., Оуэна Р., Павловой Л., Рубцова Б., Рудневой Е., Синенко А., Синициной Н., Шарпа У. и других. При этом количество научных работ, посвященных комплексному анализу стратегии привлечения

финансовых ресурсов предприятия на рынке ценных бумаг, продолжает оставаться незначительным, а сами исследования, как правило, отличаются недостаточной степенью теоретической разработки проблем.

Вопросам обеспечения предприятий финансовыми ресурсами посвящены работы Барулина С., Бланка И., Бочарова В., Гусевой Е., Дробозиной Л., Игониной Л., Ковалева А., Левчаева П., Нарского В., Поляк Г., Родионовой В., Романенко О., Романовского М., Стояновой Е. и других.

Проблемы стратегического управления предприятиями рассматриваются в работах Аакера Д., Ансофа И., Друкера П., Клейнера Г., Минцберга Г., Стрикленда А., Томпсона А., Хоминич И., Чендлера А., Чернышева М., Эндрюса К. и других.

Возможности стоимостного подхода к управлению предприятием исследуются в работах Бендера Р., Волкова Д., Ворда К., Дамодарана А., Дженсена М., Ивашковской И., Каплана Р., Козыря Ю., Коллера Т., Коупленда Т., Муррина Дж., Нортон Д., Раппапорта А., Редченко К., Росса И., Стюарта Б., Тепловой Т., Черемушкина С., Штерна К. и других.

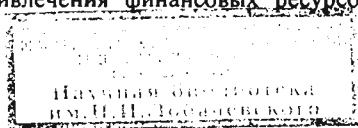
Работы указанных авторов внесли ценный вклад в развитие идеи диссертационной работы. Вместе с тем, их анализ позволил выявить неразработанные аспекты проблемы, связанные с необходимостью исследования стратегии привлечения финансовых ресурсов на рынке ценных бумаг под углом зрения стоимостного подхода к управлению предприятием.

Теоретическая и практическая значимость проблемы стоимостного подхода к формированию стратегии привлечения финансовых ресурсов предприятия на рынке ценных бумаг на современном этапе развития экономики России, степень ее научной разработки обусловили выбор темы, цель и задачи диссертации.

Цель и задачи исследования. Цель диссертационного исследования состоит в разработке концептуальных и методических основ формирования стратегии привлечения финансовых ресурсов на рынке ценных бумаг с позиции стоимостного подхода к управлению предприятием на современном этапе экономического развития России.

Достижение указанной цели потребовало решения ряда взаимосвязанных задач:

- уточнить экономическое содержание понятия «эмиссия корпоративных ценных бумаг»;
- исследовать сущность стратегии привлечения финансовых ресурсов предприятия на рынке ценных бумаг;



- разработать концепцию формирования стратегии привлечения финансовых ресурсов на рынке ценных бумаг с позиции стоимостного подхода к управлению предприятием;

- проанализировать стратегии привлечения финансовых ресурсов российских предприятий на рынке ценных бумаг;

- оценить влияние стратегии привлечения финансовых ресурсов на рынке ценных бумаг на эффективность деятельности отечественных предприятий;

- обосновать выбор стоимостного критерия эффективности стратегии привлечения финансовых ресурсов предприятия на рынке ценных бумаг;

- предложить алгоритм оценки эффективности привлечения финансовых ресурсов предприятием на рынке ценных бумаг в текущем периоде;

- разработать методический инструментарий оценки эффективности стратегии привлечения финансовых ресурсов на рынке ценных бумаг под углом зрения стоимостного подхода к управлению предприятием.

Объектом исследования является процесс формирования стратегии привлечения финансовых ресурсов на рынке ценных бумаг в его объективно обусловленной связи с управлением стоимостью отечественных предприятий.

Предметом исследования являются финансовые отношения, возникающие в процессе формирования стратегии привлечения финансовых ресурсов на рынке ценных бумаг в рамках стоимостного подхода к управлению предприятием на современном этапе развития российской экономики.

Область исследования. Диссертационное исследование выполнено в рамках Паспорта научных специальностей ВАК РФ 08.00.10 – финансы, денежное обращение и кредит, раздела 3 «Финансы хозяйствующих субъектов», п. 3.20 «Источники финансирования хозяйствующих субъектов, проблемы оптимизации структуры капитала», п. 3.27 «Финансовая стратегия корпораций»; раздела 6 «Рынок ценных бумаг и валютный рынок», п. 6.3 «Разработка методологических основ и принципов управления эмиссией и перераспределения ценных бумаг в масштабах страны и регионов».

Теоретико-методологической основой исследования выступают разработанные в научных трудах отечественных и зарубежных авторов принципиальные положения и выводы в области финансового менеджмента, финансов предприятий, финансового анализа и рынка ценных бумаг. В процессе исследования были использованы концепции ценностно-ориентированного управления, денежного потока, временной ценности денежных ресурсов, компромисса между риском и доходностью, стоимости капитала, эффективности рынка капитала, асимметрии показателей, агентских

отношений, альтернативных затрат, временной неограниченности функционирования хозяйствующего субъекта.

Инструментарно-методический аппарат работы. В процессе работы использовались общенаучные методы познания экономических явлений, такие как системный подход, анализ и синтез, дедукция и индукция, моделирование изучаемых процессов путем их описания, сопоставления, сравнения и обобщения, а также ряд частных приемов сравнительного, экономико-статистического и прогностического анализа.

Информационно-эмпирическую базу исследования составили монографии, научные статьи, тезисы докладов и публикаций российских и зарубежных авторов по проблемам обеспечения предприятий финансовыми ресурсами, стратегического управления и управления стоимостью предприятий, информационные, аналитические материалы и экспертные оценки российских и зарубежных информационных и аналитических агентств, статистические данные, опубликованные в монографической литературе, периодической печати, финансовая отчетность отечественных предприятий, ресурсы сети Интернет, собственные расчеты соискателя.

Нормативно-правовая база диссертации представлена федеральными законами, постановлениями Правительства Российской Федерации, Федеральной службы по финансовым рынкам РФ, нормативными и инструктивными актами Российской Федерации, регламентирующими сферы управления финансами предприятий и рынка ценных бумаг.

Рабочая гипотеза диссертационного исследования исходит из предположения о взаимосвязи стратегии привлечения финансовых ресурсов на рынке ценных бумаг и обоснованной стоимости предприятия, максимизация которой с позиции стоимостного подхода к управлению предприятием выступает приоритетным критерием эффективности стратегии привлечения финансовых ресурсов на рынке ценных бумаг.

Основные положения диссертации, выносимые на защиту.

1. С повышением роли финансовых рынков в отечественной экономике увеличивается значимость эмиссии корпоративных ценных бумаг как инструмента финансирования хозяйственной деятельности российских предприятий. Посредством эмиссии ценных бумаг предприятия решают широкий перечень финансовых, управленческих и организационных задач: привлечение финансовых ресурсов, повышение стоимости компании, оптимизация структуры капитала, совершенствование организационной структуры, повышение уровня корпоративного управления. Дополнительный импульс развитию рынка

корпоративных ценных бумаг России придает тенденция секьюритизации финансового рынка, которая представляет собой замещение традиционных способов привлечения финансовых ресурсов инструментами рынка ценных бумаг.

2. Эмиссия корпоративных ценных бумаг отличается сложностью и многообразием форм, методов и параметров, характеризует отношения между различными участниками рынка ценных бумаг, определяет положение компании на фондовом рынке, ориентирована на долгосрочную перспективу, что объясняет необходимость формирования стратегии привлечения финансовых ресурсов предприятия на рынке ценных бумаг. На стратегию привлечения финансовых ресурсов предприятия на рынке ценных бумаг влияет совокупность факторов, которая может быть классифицирована по месту возникновения (внешние и внутренние) и характеру влияния (институционально-правовые, финансово-экономические и социально-управленческие). Учет данных факторов воздействует на определение параметров эмиссии корпоративных ценных бумаг: вид ценной бумаги, способ размещения ценных бумаг, объем эмиссии ценных бумаг, цена размещения ценных бумаг (способ определения цены размещения ценных бумаг), время проведения эмиссии ценных бумаг, место размещения ценных бумаг, консультанты эмиссии ценных бумаг.

3. Под концепцией стратегии привлечения финансовых ресурсов на рынке ценных бумаг с позиции стоимостного подхода к управлению предприятием понимается система научно-обоснованных и обобщающих практический опыт принципов, отражающих замысел стратегии и определяющих процесс ее разработки. Среди указанных принципов можно выделить общие принципы, совпадающие с принципами формирования корпоративной стратегии, а также ряд специфических принципов, характерных исключительно стратегии привлечения финансовых ресурсов на рынке ценных бумаг.

4. Исследование стратегий привлечения финансовых ресурсов на рынке ценных бумаг, проведенное на примере компаний металлургического сектора России, позволяет выявить следующие значимые характеристики: тип стратегии привлечения финансовых ресурсов на рынке ценных бумаг соответствует типу корпоративной стратегии предприятия (агрессивный, умеренный, консервативный); в структуре заемных источников финансирования увеличивается удельный вес облигаций; привлечение финансовых ресурсов посредством первоначального публичного предложения акций (IPO) осуществляется преимущественно на зарубежных фондовых рынках.

5. Анализ влияния стратегии привлечения финансовых ресурсов российских металлургических предприятий на рынке ценных бумаг свидетельствует о том, что

традиционные инструменты оценки эффективности не позволяют в полной мере проанализировать эффективность осуществляемой стратегии, поскольку отсутствует единый критерий, способный отразить в едином комплексе все аспекты эмиссионной деятельности. На стратегию привлечения финансовых ресурсов предприятия на рынке ценных бумаг влияют не только количественные факторы, но и качественные факторы, которые сложно оценить посредством традиционных показателей, поэтому к формированию стратегии привлечения финансовых ресурсов на рынке ценных бумаг следует подходить с позиции стоимостного подхода, который объединяет количественные и качественные факторы, а также предоставляет единый критерий – увеличение обоснованной стоимости предприятия – для оценки эффективности эмиссионной деятельности в перспективном периоде.

6. Компаративный анализ методических возможностей основных показателей и моделей оценки стоимости предприятия, представленных в экономической литературе, позволяет обосновать необходимость использования в качестве критерия эффективности стратегии привлечения финансовых ресурсов предприятия на рынке ценных бумаг показатель экономической добавленной стоимости (EVA). EVA определяет воздействие стоимости финансовых ресурсов и соотношения источников финансирования на изменение стоимости компании, объединяет возможности учетного (бухгалтерского) и финансового (стоимостного) подходов, сочетает простоту расчета и ясность итогового результата, позволяет легко разложить конечный результат на множество факторов стоимости для оценки эффективности стратегии привлечения финансовых ресурсов предприятия на рынке ценных бумаг как на уровне компании в целом, так и на уровне отдельных ее подразделений и сотрудников.

7. Алгоритм оценки эффективности привлечения финансовых ресурсов предприятия на рынке ценных бумаг в текущем периоде включает четыре этапа. На первом этапе определяются задачи, исходя из анализа факторов внешней и внутренней среды и факторов стоимости, с учетом принципов стратегии привлечения финансовых ресурсов предприятия на рынке ценных бумаг и в соответствии с выбранными параметрами эмиссии ценных бумаг. На втором этапе выделяются ключевые показатели эффективности (КПЭ), исходя из поставленных задач. На третьем этапе устанавливаются целевые значения КПЭ. На четвертом этапе разрабатывается мотивационная программа, которая включает следующие элементы: вес показателя эффективности; размер премии (в процентах) для каждого показателя в зависимости от выполненного результата; периодичность мотивации; величина (методика расчета) премиального фонда; ответственность в случае

недостижения целевых значений КТЭ в виде штрафов (вычетов из заработной платы) или другой меры ответственности; итоговая формула, рассчитывающая размер премии (штрафа) сотрудника в зависимости от достигнутых результатов.

8. Оценка эффективности стратегии привлечения финансовых ресурсов на рынке ценных бумаг с позиции стоимостного подхода к управлению предприятием может быть осуществлена посредством построения трехмерной матрицы, отражающей зависимость структуры источников финансирования от изменения стоимости компании. Предложенная матрица имеет следующие оси координат: абсолютное значение показателя экономической добавленной стоимости; соотношение собственных и заемных средств; соотношение размера кредитных ресурсов и средств, привлеченных путем выпуска облигаций. Трехмерная матрица соотношения источников финансирования и стоимости компании является способом визуального представления результатов стратегии привлечения финансовых ресурсов предприятия на рынке ценных бумаг, позволяет осуществить как анализ ее эффективности, так и выбор оптимальной структуры капитала компании под углом зрения создания добавленной экономической стоимости.

Научная новизна исследования заключается в обосновании концепции стратегии привлечения финансовых ресурсов на рынке ценных бумаг с позиции стоимостного подхода к управлению предприятием на современном этапе экономического развития России, а также разработке моделей и инструментов, обеспечивающих ее практическую реализацию.

К конкретным элементам приращения научного знания относятся:

- уточнено определение эмиссии корпоративных ценных бумаг как выпуска в обращение ценных бумаг, осуществляемого в установленном законом порядке и последовательности для решения финансовых, управленческих и организационных задач предприятия с учетом интересов участников рынка ценных бумаг. В отличие от имеющихся трактовок эмиссии ценных бумаг данное определение наиболее полно отражает сущность эмиссии корпоративных ценных бумаг посредством выделения основных ее признаков: наличия регламента, задач и условия успешного размещения ценных бумаг;

- раскрыто экономическое содержание стратегии привлечения финансовых ресурсов предприятия на рынке ценных бумаг, под которой понимается способ осуществления финансовой деятельности предприятия, направленный на привлечение финансовых ресурсов на рынке ценных бумаг, включающий определение долгосрочных целей эмиссии корпоративных ценных бумаг и путей их достижения в соответствии с заранее установленными правилами, принципами и критериями. В отличие от существующих в

экономической литературе трактовок, отражающих нормативный характер эмиссионной деятельности, данное определение выделяет основные ее элементы: долгосрочные цели, пути их достижения, критерии, правила и принципы;

– разработана концептуальная модель формирования стратегии привлечения финансовых ресурсов на рынке ценных бумаг с позиции стоимостного подхода к управлению предприятием. В отличие от представленных в экономической литературе подходов к управлению эмиссионным процессом, описывающих последовательность действий по выпуску и размещению ценных бумаг, предложенная концепция включает: выбор стоимостного критерия эффективности; установление принципов стратегии, определяющих общие условия ее формирования и границы ее реализации; анализ внешних и внутренних факторов и факторов стоимости; выбор параметров эмиссии корпоративных ценных бумаг; выделение ключевых показателей эффективности для оценки эффективности привлечения финансовых ресурсов на рынке ценных бумаг в текущем периоде;

– обоснована классификация показателей и моделей оценки стоимости предприятия в зависимости от используемой базы расчета: показатели и модели, использующие рыночные оценки; показатели и модели, базирующиеся на денежных потоках; показатели и модели, основанные на экономической прибыли. В отличие от имеющихся в экономической литературе классификационных признаков предложенная классификация показателей и моделей оценки стоимости предприятия концентрирует внимание на существенной информации, необходимой для принятия решения о выборе критерия эффективности – данных, лежащих в основе его расчета;

– предложен алгоритм оценки эффективности привлечения финансовых ресурсов предприятием на рынке ценных бумаг в текущем периоде, включающий постановку задач, формирование ключевых показателей эффективности, составление перечня мероприятий, направленных на их реализацию, создание мотивационной программы, повышающей заинтересованность персонала к увеличению производительности своей деятельности; разработан методический инструментарий матричного моделирования, позволяющий осуществить эффективность эмиссионной деятельности в стратегическом периоде посредством построения трехмерной матрицы, отражающей зависимость структуры источников финансирования и обоснованной стоимости предприятия.

Теоретическая значимость работы заключается в том, что полученные в ходе работы предложения и выводы дополняют положения финансового менеджмента и финансов предприятия, могут являться основой будущих исследований в области корпоративных финансовых отношений и рынка ценных бумаг.

Практическая значимость диссертационного исследования состоит в разработке инструментария формирования, управления и оценки эффективности стратегии привлечения финансовых ресурсов на рынке ценных бумаг с позиции стоимостного подхода к управлению предприятием, который может быть использован в хозяйственной практике отечественных предприятий в процессе привлечения финансовых ресурсов на рынке ценных бумаг, а также применяться в практике преподавания учебных курсов: «Рынок ценных бумаг», «Финансы предприятий», «Финансовый менеджмент».

Апробация результатов исследования. Основные положения, выводы и практические рекомендации работы докладывались на международных и российских научно-практических конференциях в городах Волгоград, Геленджик, Краснодар, Пятигорск, Саратов, Тула в 2008 – 2012 гг.

Основные положения работы отражены в 14 научных публикациях общим объемом 5,0 п.л., из них авторский вклад – 4,6 п.л.

Структура диссертации включает введение, три главы, девять параграфов, заключение, список использованных источников (197 наименований). Работа содержит 19 таблиц, 13 рисунков и 21 приложение.

ОСНОВНОЕ СОДЕРЖАНИЕ РАБОТЫ

Во введении отражена актуальность работы, обоснована степень научной разработанности проблемы диссертации, поставлены цели и задачи, обозначены предмет и объект, выделены основные положения работы, научная новизна, теоретическая и практическая значимость диссертационного исследования.

В первой главе «Теоретические основы исследования стратегии привлечения финансовых ресурсов предприятия на рынке ценных бумаг» уточнена экономическая сущность понятий «эмиссия корпоративных ценных бумаг» и «стратегия привлечения финансовых ресурсов предприятия на рынке ценных бумаг», рассмотрены факторы, определяющие стратегию привлечения финансовых ресурсов предприятия на рынке ценных бумаг, а также

теоретические подходы к ее формированию с позиции стоимостного подхода к управлению предприятием.

На основе анализа подходов к определению эмиссии ценных бумаг, представленных в экономической литературе, а также российского законодательства в этой части, уточнена категория «эмиссия корпоративных ценных бумаг». Под эмиссией корпоративных ценных бумаг следует понимать выпуск в обращение ценных бумаг, осуществляемый в установленном законом порядке и последовательности для решения финансовых, управленческих и организационных задач предприятия с учетом интересов участников рынка ценных бумаг. В данном определении, во-первых, отражены институциональные аспекты эмиссии корпоративных ценных бумаг, связанные с ее проведением согласно порядку, установленному законодательством. Во-вторых, уточнена экономическая сущность эмиссии корпоративных ценных бумаг за счет определения задач ее проведения: финансовых, управленческих и организационных. В-третьих, учтено, что успешность осуществляемой эмиссии корпоративных ценных бумаг зависит от удовлетворения интересов ее участников. Поскольку каждая сторона имеет определенные экономические выгоды, то отсутствие интереса инвесторов приведет к отказу от вложений в ценные бумаги и невозможности привлечения финансовых ресурсов предприятиями посредством эмиссии акций и облигаций.

Эмиссия корпоративных ценных бумаг отличается сложностью и многообразием форм, методов и параметров. Она характеризует отношения между различными участниками рынка ценных бумаг, определяет положение компании на фондовом рынке, ориентирована на долгосрочную перспективу. Все это объясняет необходимость формирования стратегии привлечения финансовых ресурсов предприятия на рынке ценных бумаг, под которой понимается способ осуществления финансовой деятельности предприятия, направленный на привлечение финансовых ресурсов на рынке ценных бумаг, включающий определение долгосрочных целей эмиссии корпоративных ценных бумаг и путей их достижения в соответствии с заранее установленными правилами, принципами и критериями. Стратегия привлечения финансовых ресурсов на рынке ценных бумаг представляет собой эмиссионную стратегию предприятия.

На формирование эмиссионной стратегии предприятия влияют различные группы факторов, которые могут быть классифицированы по месту возникновения (внешние и внутренние) и характеру влияния (институционально-правовые, финансово-экономические и социально-управленческие) (таблица 1).

Таблица 1 – Классификация факторов, влияющих на формирование эмиссионной стратегии предприятия¹

Факторы внешней среды	Факторы внутренней среды
Институционально-правовые	
<ul style="list-style-type: none"> – стабильность государственной и региональной власти, влияние органов власти на деятельность предприятия, жесткость государственного регулирования экономики, политические условия в России и иностранных государствах; – закрепленные законодательством требования к величине и порядку формирования собственного и заемного капитала компании; – требования бирж для прохождения процедуры листинга и размещения ценных бумаг. 	<ul style="list-style-type: none"> – закрепленные в уставных документах компании требования к величине и порядку формирования собственного капитала компании (величина уставного, резервного капиталов, требования к дополнительной эмиссии акций и др.) и заемного капитала (привлечение кредита, эмиссия облигаций, прочих долговых обязательств); – закрепленные в уставных документах компании вопросы контроля над управлением компании; – различная привлекательность источников финансирования, наличие кредитной истории.
Финансово-экономические	
<ul style="list-style-type: none"> – динамика валового внутреннего продукта (ВВП), международный кредитный рейтинг страны, уровень процентной ставки, динамика валютных курсов, денежно-кредитная и финансовая политика, динамика фондового рынка; – капитализация и ликвидность рынка ценных бумаг, состояние рынка ценных бумаг предприятий-аналогов; – затраты на проведение эмиссии ценных бумаг, стоимость услуг консультантов. 	<ul style="list-style-type: none"> – рентабельность, ликвидность, финансовый рычаг, денежные потоки, продажи, рыночная доля и другие показатели финансового состояния предприятия; – планируемые темпы экономической динамики, величина капитала компании, текущая структура капитала; – характер спроса на продукцию и стабильность получения дохода, риски хозяйственной деятельности компании; – тип финансовой стратегии (агрессивный, консервативный, умеренный).
Социально-управленческие	
<ul style="list-style-type: none"> – уровень корпоративного управления в стране, регионе, отрасли; – социальная стабильность в стране, регионе, отрасли. 	<ul style="list-style-type: none"> – задачи эмиссии; – уровень и качество корпоративного управления и контроля, финансового менеджмента.

Анализируя данные факторы, предприятие определяет параметры эмиссии: вид ценной бумаги; способ размещения ценных бумаг; объем эмиссии; цена размещения (способ определения цены размещения); время проведения эмиссии; место размещения ценных бумаг; консультанты эмиссии.

Признание необходимости формирования стратегии привлечения финансовых ресурсов на рынке ценных бумаг требует разработки концептуальных основ ее построения. Под концепцией формирования эмиссионной стратегии

¹ Составлена автором по материалам исследования.

компании понимается система научно-обоснованных и обобщающих практический опыт принципов, отражающих замысел эмиссионной стратегии и определяющих процесс ее разработки. Принципы формирования эмиссионной стратегии можно разделить на две части: общие принципы, совпадающие с принципами формирования корпоративной стратегии, и специфические, характерные только для эмиссионной стратегии (рисунок 1).



Рисунок 1 – Принципы формирования эмиссионной стратегии предприятия¹

В диссертации разработана модель формирования эмиссионной стратегии с позиции стоимостного подхода к управлению предприятием в виде пятиуровневой блок-схемы (рисунок 2).

Первый уровень определяет критерий эффективности эмиссионной стратегии – увеличение обоснованной стоимости компании. На втором уровне устанавливаются принципы эмиссионной стратегии, которые служат для определения общих условий ее формирования и границ ее реализации. На третьем уровне эмиссионной стратегии анализируются внешние и внутренние факторы, а также ключевые факторы стоимости, влияющие на эмиссионную стратегию. Результатом третьего этапа эмиссионной стратегии является выбор параметров эмиссии (четвертый уровень): вид ценной бумаги, форма эмиссии, объем эмиссии, время проведения эмиссии, место размещения ценных бумаг, консультанты

¹ Составлен автором по материалам исследования.

эмиссии. На пятом уровне происходит выделение ключевых показателей эффективности (КПЭ) для оценки эффективности привлечения финансовых ресурсов на рынке ценных бумаг в текущем периоде.

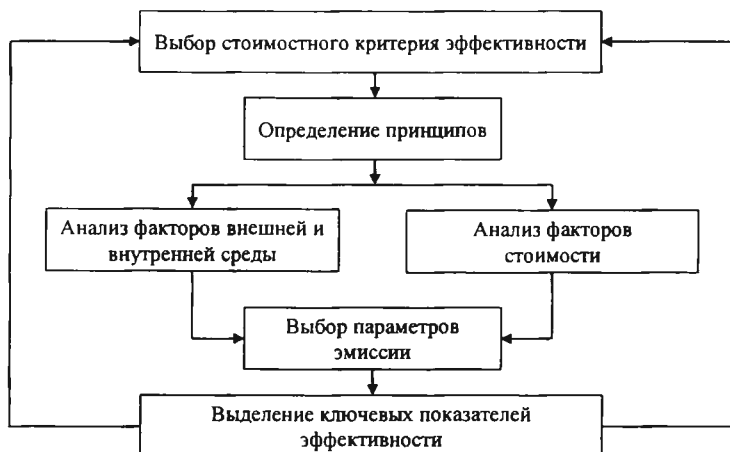


Рисунок 2 – Блок-схема формирования эмиссионной стратегии с позиции стоимостного подхода к управлению предприятием¹

В целом, пятиуровневая блок-схема представляет собой целостный механизм формирования стратегии привлечения финансовых ресурсов на рынке ценных бумаг, реализация которого позволит достичь поставленных целей и задач в соответствии со стратегическим критерием эффективности деятельности предприятия – увеличением его обоснованной стоимости.

Во второй главе «Практические аспекты реализации стратегии привлечения финансовых ресурсов предприятия на рынке ценных бумаг» раскрыты процессы становления и развития отечественного рынка корпоративных ценных бумаг, проанализированы эмиссионные стратегии предприятий металлургического сектора России и определено влияние эмиссионной стратегии на эффективность их деятельности.

В диссертации рассмотрены особенности развития рынка корпоративных облигаций в России. Так, при неблагоприятных тенденциях, сложившихся в 1991-1998 гг. корпоративные облигации не пользовались популярностью среди отечественных эмитентов. После финансового кризиса 1998 года начался новый этап развития рынка корпоративных облигаций. Улучшение макроэкономической ситуации, начиная с 2000 года, привело к формированию

¹ Составлен автором по материалам исследования.

устойчивых темпов роста национального хозяйства. Экономическая стабилизация, положительные тенденции в реальном секторе экономики, приток в страну валютных поступлений, снижение банковских ставок, уменьшение государственных заимствований, низкая доходность государственных ценных бумаг обеспечили стабильный рост рынку корпоративных облигаций России.

В работе выявлены особенности становления рынка публичных предложений акций отечественных компаний. Первые публичные предложения акций российских эмитентов проводились преимущественно на зарубежных фондовых площадках, что объяснялось рядом экономических факторов: недостаточный уровень развития фондового рынка России, низкая капитализация рынка и низкая ликвидность обращающихся на нем ценных бумаг; отсутствие широкой базы отечественных инвесторов, ограниченная возможность привлечения финансовых ресурсов на российском рынке ценных бумаг. Кроме того, развитие рынка публичных предложений акций сдерживалось рядом факторов, обусловленных неразвитостью отечественного законодательства в части эмиссии акций и размещения их на фондовом рынке. С 2005 года отмечается рост интереса российских компаний к публичному предложению акций на отечественных и зарубежных торговых площадках. Обращаясь к публичному предложению акций, компании начинают осознавать преимущества данного инструмента финансирования. С целью стимулирования роста рынка публичных предложений акций России в 2005-2006 гг. был принят ряд поправок в законодательную базу рынка ценных бумаг, упрощающих процедуру публичного предложения акций и повышающих ее инвестиционную привлекательность для эмитентов и инвесторов.

Анализ эмиссионных стратегий отечественных металлургических предприятий показал зависимость характера эмиссионной стратегии от типа проводимой корпоративной стратегии. Так, ОАО «ММК» реализовало умеренную корпоративную и эмиссионную стратегии, которые заключались в постепенном увеличении долговой нагрузки и активном участии предприятия на рынке ценных бумаг. ОАО «Северсталь» проводило агрессивную корпоративную и эмиссионную стратегии, что проявлялось в стремительном увеличении долговой нагрузки для реализации инвестиционной стратегии. При этом ОАО «Северсталь» для финансирования своей деятельности активно использовало эмиссию облигаций, особенностью которой являлись высокие объемы и сроки обращения ценных бумаг. ОАО «НЛМК» осуществляло консервативную корпоративную и эмиссионную стратегии. Долговая нагрузка компании была наиболее низкой среди анализируемых предприятий (таблица 2).

Таблица 2 – Структура источников финансирования отечественных металлургических предприятий, %¹

Показатели	2006	2007	2008	2009	2010
ОАО «ММК»					
Собственные (уставный капитал, нераспределенная прибыль, амортизация)	80,0	68,1	81,6	79,5	72,3
Заемные, в т.ч.	20,0	18,5	12,2	14,6	22,4
Кредиты	12,9	13,9	11,9	10,5	16,0
Облигации	6,0	3,9	0,0	3,8	6,2
Привлеченные (эмиссия акций)	0,0	13,4	6,2	5,9	5,3
ОАО «Северсталь»					
Собственные (уставный капитал, нераспределенная прибыль, амортизация)	60,9	61,5	49,1	47,7	49,1
Заемные, в т.ч.	29,7	29,9	45,6	46,3	44,3
Кредиты	19,8	22,2	32,8	31,8	17,8
Облигации	7,2	5,3	10,8	13,6	24,7
Привлеченные (эмиссия акций)	9,4	8,6	5,3	5,9	6,6
ОАО «Мечел»					
Собственные (уставный капитал, нераспределенная прибыль, амортизация)	87,2	77,8	72,8	76,2	77,4
Заемные, в т.ч.	3,9	15,4	22,7	19,3	18,5
Кредиты	3,6	12,6	20,1	14,8	12,5
Облигации	0,0	0,0	0,0	3,9	5,9
Привлеченные (эмиссия акций)	8,9	6,9	4,5	4,5	4,1

В работе проведен анализ влияния эмиссионной стратегии на эффективность деятельности металлургических предприятий с применением традиционных методов бухгалтерского подхода. Оценка эффекта финансового рычага свидетельствует о том, что эмиссия облигаций увеличивает финансовое состояние компании, если рентабельность активов ниже стоимости привлечения средств посредством выпуска облигаций. Среди исследуемых компаний максимальный эффект финансового рычага наблюдался у ОАО «Северсталь», поскольку компания отличалась агрессивной эмиссионной стратегией и высоким удельным весом облигаций в структуре источников финансирования. Однако анализ финансового состояния предприятий посредством таких показателей, как прибыль, выручка и рентабельность продаж, показывает, что значительная долговая нагрузка в условиях ухудшения конъюнктуры на внешних рынках приводит к значительному падению

¹ Рассчитано автором по данным консолидированной финансовой отчетности компаний: ОАО «ММК» (официальный сайт). URL: <http://www.mmk.ru> (дата обращения: 10.03.2012); ОАО «Северсталь» (официальный сайт). URL: <http://www.severstal.com> (дата обращения: 10.03.2012); ОАО «НЛМК» (официальный сайт). URL: <http://www.nlmkgroup.com> (дата обращения: 10.03.2012).

показателей финансовой эффективности. Так, ОАО «Северсталь» в 2008-2010 имело наиболее низкие показатели рентабельности продаж.

Оценка эффективности привлечения финансовых ресурсов путем эмиссии акции также носит неоднозначный характер. Например, посредством сравнения затрат на проведение IPO можно сделать вывод, что ОАО «Северсталь» осуществило первоначальное публичное предложение акций эффективнее остальных компаний, поскольку отношение затрат на IPO к объему привлеченных средств составило 7,1%, что являлось минимальным значением среди рассматриваемых предприятий. Однако такие показатели эффективности, как ликвидность акций после IPO, последующая доходность акций и мультипликатор P/S, не совпадают с такой оценкой. Так, наибольшая последующая доходность акций наблюдалась у ОАО «НЛМК», а оптимального значения мультипликатора P/S достигают акции ОАО «ММК» (таблица 3).

Таблица 3 – Влияние эмиссионной стратегии на эффективность деятельности предприятий металлургического сектора России¹

Показатели	2006	2007	2008	2009	2010
ОАО «ММК»					
Эффект финансового рычага, полученный за счет эмиссии облигаций, %	1,7	0,8	0,0	-0,2	-0,4
Рентабельность продаж, %	33,9	31,5	23,8	22,4	16,9
Отношение затрат на IPO к объему привлеченных средств, %	-	7,4	-	-	-
Доходность акций, %	-	16,7	-78,9	-7,2	21,9
Отношение цены акции к выручке на акцию	-	1,7	0,2	1,8	2,1
ОАО «Северсталь»					
Эффект финансового рычага, полученный за счет эмиссии облигаций, %	1,0	0,7	1,3	-0,1	1,8
Рентабельность продаж, %	24,3	24,0	19,5	20,5	20,8
Отношение затрат на IPO к объему привлеченных средств, %	7,1	-	-	-	-
Доходность акций, %	-9,0	61,2	-75,6	-27,1	49,8
Отношение цены акции к выручке на акцию	0,9	1,5	0,1	0,9	1,3
ОАО «Мечел»					
Эффект финансового рычага, полученный за счет эмиссии облигаций, %	0,0	0,0	0,0	-24,3	16,2
Рентабельность продаж, %	52,1	47,0	31,9	13,2	27,5
Отношение затрат на IPO к объему привлеченных средств, %	8,5	-	-	-	-
Доходность акций, %	47,6	131,4	-29,9	113,6	236,1
Отношение цены акции к выручке на акцию	2,4	3,1	0,5	3,0	3,4

¹ Рассчитано автором по данным консолидированной финансовой отчетности компаний: ОАО «ММК» (официальный сайт). URL: <http://www.mnkn.ru> (дата обращения: 10.03.2012); ОАО «Северсталь» (официальный сайт). URL: <http://www.severstal.com> (дата обращения: 10.03.2012); ОАО «НЛМК» (официальный сайт). URL: <http://www.nlmkgroup.com> (дата обращения: 10.03.2012).

На основании проведенного исследования обосновано положение о том, что традиционные инструменты оценки эффективности не позволяют в полной мере проанализировать эффективность эмиссионной стратегии, поскольку отсутствует единый критерий, способный отразить в едином комплексе все аспекты эмиссионной деятельности. Кроме того, на стратегию привлечения финансовых ресурсов предприятия на рынке ценных бумаг влияют не только количественные факторы (объем эмиссии, цена размещения, ликвидность и доходность акций), но и качественные факторы (престиж, будущие перспективы и возможности), которые сложно оценить посредством традиционных показателей. Поэтому к формированию эмиссионной стратегии предприятия следует подходить с позиции стоимостного подхода, который объединяет количественные и качественные факторы, а также предоставляет единый критерий – увеличение обоснованной стоимости компании – для оценки эффективности эмиссионной деятельности.

В третьей главе «Механизм формирования стратегии привлечения финансовых ресурсов на рынке ценных бумаг с позиции стоимостного подхода к управлению предприятием» рассмотрены показатели и модели оценки стоимости предприятия, обоснован выбор экономической добавленной стоимости в качестве критерия эффективности эмиссионной стратегии, предложен методический инструментарий оценки эффективности привлечения финансовых ресурсов предприятием в текущем и перспективном периоде.

Компаративный анализ методических возможностей основных показателей и моделей оценки стоимости предприятия, представленных в экономической литературе, позволяет обосновать необходимость использования в качестве критерия эффективности эмиссионной стратегии показатель экономической добавленной стоимости (EVA). EVA определяет воздействие стоимости финансовых ресурсов и соотношения источников финансирования на изменение стоимости компании, объединяет возможности учетного (бухгалтерского) и финансового (стоимостного) подходов, сочетает простоту расчета и ясность итогового результата, позволяет легко разложить конечный результат на множество факторов стоимости для создания системы стратегического и оперативного управления эмиссионной стратегией и оценки ее эффективности как на уровне компании в целом, так и на уровне отдельных подразделений и сотрудников.

В диссертации предложен алгоритм оценки эффективности привлечения финансовых ресурсов на рынке ценных бумаг в текущем периоде, состоящий из пяти этапов. На первом этапе требуется построение списка целей, необходимых для

достижения в процессе реализации эмиссионной стратегии. Формирование целей происходит посредством анализа факторов внешней и внутренней среды и факторов стоимости. На втором этапе происходит выделение ключевых показателей эффективности, исходя из поставленных целей. На третьей стадии необходимо сформировать целевые значения для каждого показателя. Принципиальной сложностью установления целевых значений ключевых показателей эффективности является поиск реально достижимого уровня. Четвертый этап служит для определения конкретных действий и мероприятий, направленных на достижение поставленных целей и соответствующих им плановых показателей. Заключительным этапом является создание системы мотивации сотрудников, которая включает следующие обязательные элементы: вес показателя эффективности; размер премии (в процентах) для каждого показателя в зависимости от выполненного результата; периодичность мотивации; размер премиального фонда; ответственность в случае недостижения целевых значений; формула, рассчитывающая размер премии (штрафа) сотрудника в зависимости от достигнутых результатов. Она может быть представлена в следующем виде:

$$P = F \times \sum W_i \times K_i \times P_{K_i} \quad (1)$$

где F – размер премиального фонда;

W_i – вес i -го ключевого показателя эффективности;

K_i – коэффициент выполнения i -го показателя эффективности;

P_{K_i} – размер премии / штрафа (в процентах), зависящий от коэффициента выполнения i -го ключевого показателя эффективности;

$i = 1, 2, 3, \dots, n$ – число показателей эффективности.

Выделение ключевых показателей эффективности является важным элементом формирования эмиссионной стратегии предприятия, поскольку позволяет определить не только критерии эффективности эмиссионной деятельности на каждом этапе ее осуществления, но также разработать мотивационную программу, повышающую заинтересованность персонала к увеличению производительности своей деятельности.

Используя в качестве стратегического критерия эффективности эмиссионной стратегии показатель экономической добавленной стоимости, в диссертации оценена эффективность эмиссионных стратегий предприятий металлургического сектора России (таблица 4).

Таблица 4 – Расчет показателя EVA для российских металлургических предприятий, млрд. руб.¹

Показатели	2006	2007	2008	2009	2010
ОАО «ММК»					
Скорректированная операционная прибыль	107,4	136,4	133,	129,	149,1
Скорректированный инвестированный капитал	132,8	192,4	414,	445,	486,5
Средневзвешенная стоимость капитала	13,90	14,08	20,3	12,9	14,75
EVA	89,0	109,3	48,8	72,2	77,3
EVA за период	396,5				
Отношение EVA к среднему размеру инвестированного капитала за период, %	118,6				
ОАО «Северсталь»					
Скорректированная операционная прибыль	79,7	89,1	115,	60,4	80,4
Скорректированный инвестированный капитал	302,5	332,6	543,	482,	429,9
Средневзвешенная стоимость капитала	12,9	14,6	18,4	13,5	14,2
EVA	75,8	84,3	105,	53,9	74,3
EVA за период	394,1				
Отношение EVA к среднему размеру инвестированного капитала за период, %	94,2				
ОАО «НЛМК»					
Скорректированная операционная прибыль	78,2	84,0	95,2	36,9	69,6
Скорректированный инвестированный капитал	213,3	287,2	407,	407,	445,8
Средневзвешенная стоимость капитала	13,0	15,2	19,9	13,0	15,2
EVA	50,4	40,4	13,9	-	1,8
EVA за период	90,3				
Отношение EVA к среднему размеру инвестированного капитала за период, %	25,6				

Проведенный анализ свидетельствует, что эмиссионная стратегия ОАО «ММК» отличалась максимальной эффективностью, поскольку способствовала максимальному увеличению стоимости предприятия. За период 2006-2010 гг. EVA составила 396,5 млрд. руб., что означало увеличение стоимости компании на 118,6% по отношению к среднему размеру инвестированного капитала и являлось максимальным значением среди исследуемых предприятий металлургического сектора России. Отметим, что максимальную результативность обеспечила умеренная эмиссионная стратегия компании.

Эмиссионная стратегия ОАО «Северсталь», которая характеризовалась высокой степенью агрессивности, также обеспечила компании достаточно

¹ Рассчитано автором по данным консолидированной финансовой отчетности компаний: ОАО «ММК» (официальный сайт). URL: <http://www.mmk.ru> (дата обращения: 10.03.2012); ОАО «Северсталь» (официальный сайт). URL: <http://www.severstal.com> (дата обращения: 10.03.2012); ОАО «НЛМК» (официальный сайт). URL: <http://www.nlmkgroup.com> (дата обращения: 10.03.2012).

высокие показатели результативности. В течение 2006-2010 гг. стоимость компании увеличилась на 94,2% от среднего размера инвестированного капитала за этот период, что составило 394,1 млрд. руб. в абсолютном выражении.

Стоимость ОАО «НМЛК», осуществляющего консервативную эмиссионную стратегию, также выросла. Так, экономическая добавленная стоимость за период 2006-2010 гг. составила 90,3 млрд. руб., что означало увеличение стоимости компании на 25,6%. Однако, как свидетельствуют результаты расчетов, показатель экономической добавленной стоимости ОАО «НЛМК» являлся минимальным среди исследуемых компаний. Кроме того, в 2009 году значение EVA стало отрицательным. Таким образом, на основании проведенного анализа можно сделать вывод, что эмиссионная стратегия компании отличалась низкой степенью эффективности.

В работе механизм оценки эффективности эмиссионной стратегии усовершенствован путем формирования визуальной модели, отражающей зависимость структуры источников финансирования от изменения стоимости предприятия в виде трехмерной матрицы со следующими осями координат: абсолютное значение показателя EVA; соотношение собственных и заемных средств (E-D); соотношение размера кредитных ресурсов и средств, привлеченных путем выпуска облигаций (B-C). Полученная матрица состоит из восьми частей, отражающих оптимальную структуру источников финансирования при максимальном значении показателя экономической добавленной стоимости (рисунок 3).

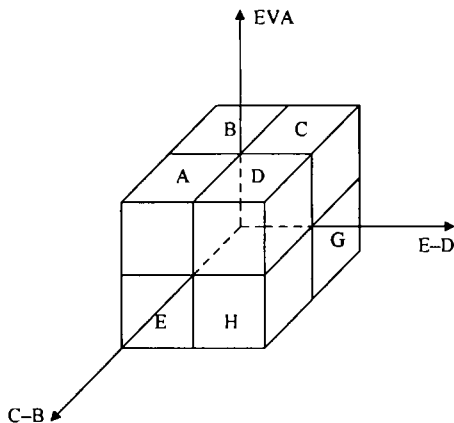


Рисунок 3 – Матрица соотношения источников финансирования компании и стоимости компании¹

¹ Составлен автором по материалам исследования.

В исследуемый период ОАО «ММК» и ОАО «НЛМК» находились в части D, характеризующейся превышением собственных средств над заемными источниками финансирования и преобладанием кредитных ресурсов над средствами, привлеченными путем выпуска облигаций. ОАО «Северсталь» в течение 2006-2009 гг. также располагалось в части D, однако в 2010 году по причине значительного увеличения объема облигаций в обращении компания переместилась в часть C. Проведенный анализ свидетельствует об относительно стабильной структуре источников финансирования рассматриваемых компаний, при которой достигается максимальная эффективность эмиссионной стратегии.

Трехмерная матрица соотношения источников финансирования и стоимости компании является способом визуального представления результатов эмиссионной стратегии, с помощью которой можно осуществить как ретроспективный анализ эффективности стратегии привлечения финансовых ресурсов на рынке ценных бумаг, так и выбор предпочтительных параметров эмиссионной стратегии под углом зрения создания добавленной экономической стоимости.

В заключении диссертационного исследования отражены основные теоретические и практические результаты работы.

Ключевые положения диссертационной работы изложены в следующих опубликованных научных работах соискателя:

Статьи в периодических изданиях, рекомендованных ВАК РФ

1. Игонина Л.Л., Исаев М.В. Особенности становления и развития рынка корпоративных облигаций России // Финансовая аналитика: проблемы и решения. – 2012. – № 7 (97). – 0,8 п.л., в т.ч. авт. 0,4 п.л.
2. Исаев М.В. Концепция эмиссионной стратегии компании с позиции ценностно-ориентированного управления // Экономика устойчивого развития. – 2012. – № 9. – 0,7 п.л.
3. Исаев М.В. Об экономическом содержании эмиссионной стратегии компании // Труды Кубанского государственного аграрного университета. – 2012. – № 1 (34). – 0,8 п.л.

Публикации в других научных изданиях

4. Исаев М.В. Перспективы развития рынка IPO на Кубани // Новые научно-исследовательские технологии. XVI межвузовская научно-практическая

конференция студентов и аспирантов. Краснодар: Институт экономики, права и гуманитарных специальностей, 2008. – 0,1 п.л.

5. Исаев М.В. Оценка риска инвестиций на рынке ценных бумаг // Актуальные проблемы экономики и права в современных условиях. 3-я Международная научно-практическая конференция. Пятигорск: Международная академия финансовых технологий, 2009. – 0,3 п.л.

6. Исаев М.В. Технология формирования портфеля ценных бумаг на предприятии // Управление инновационным развитием современных социально-экономических систем. Всероссийская научно-практическая конференция. Волгоград: Центр прикладных научных исследований, 2009. – 0,2 п.л.

7. Исаев М.В. Управление риском инвестиций на рынке ценных бумаг в условиях финансового кризиса // Мировая экономика и социум: от кризиса до кризиса. Международная научно-практическая конференция. Саратов: Саратовский государственный технический университет, 2009. – 0,1 п.л.

8. Исаев М.В. Разработка инвестиционной стратегии на рынке ценных бумаг // Актуальные проблемы экономики и права в современных условиях. 4-я Международная научно-практическая конференция. Пятигорск: Международная академия финансовых технологий, 2009. – 0,2 п.л.

9. Исаев М.В. Оценка эффективности инвестиций на рынке ценных бумаг // Инновационные подходы и перспективы развития научных исследований. XVII межвузовская научно-практическая конференция студентов и аспирантов. Краснодар: Институт экономики, права и гуманитарных специальностей, 2009. – 0,1 п.л.

10. Исаев М.В. Привлечение финансовых ресурсов на рынке ценных бумаг для модернизации российских предприятий // Актуальные вопросы социально-экономического развития в условиях модернизации. Международная научно-практическая конференция. Саратов: Саратовский государственный технический университет, 2011. – 0,3 п.л.

11. Исаев М.В. Возможности привлечения финансовых ресурсов на рынке ценных бумаг в условиях кризиса // Актуальные проблемы экономики, социологии и права. 9-я Международная научно-практическая конференция. Пятигорск: Международная академия финансовых технологий, 2011. – 0,3 п.л.

12. Исаев М.В. IPO как фактор ускорения экономического развития России // Модернизация и стратегия экономического роста России. Международная научно-практическая конференция. Геленджик: Кубанский государственный аграрный университет, 2011. – 0,4 п.л.

13. Исаев М.В. Анализ факторов, влияющих на формирование эмиссионной стратегии компании // Актуальные вопросы современной экономики: теория и практика. Международная научно-практическая конференция. Саратов: Саратовский государственный технический университет, 2011. – 0,4 п.л.

14. Исаев М.В. Стоимостной подход как основа управления предприятием // Капитализация знаний в условиях социально-ориентированной экономики. Всероссийская научная школа. Тула: Тульский государственный университет, 2011. – 0,3 п.л.

102

Подписано в печать 24.04.2012. Формат бумаги 60х84 1/16. Бумага офсетная.

Печать цифровая. Усл. печ. л 1,0. Заказ 119. Тираж 100 экз.

Отпечатано с готового оригинал-макета в типографии

НОЧУ ВПО «Институт экономики, права и гуманитарных специальностей»

350018, г. Краснодар, ул. Сормовская, 12/6, тел./факс (861) 231-48-45.

E-mail: inep@mailkuban.ru